

Tilburg University

De evolutie van het Franse monetaire beleid

Eijffinger, S.C.W.

Published in:
Bank- en Effectenbedrijf

Publication date:
1991

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):
Eijffinger, S. C. W. (1991). De evolutie van het Franse monetaire beleid. *Bank- en Effectenbedrijf*, 40(1), 20-26.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

De evolutie van het Franse monetaire beleid

In maart 1983 gooiden de Franse monetaire autoriteiten het Keynesiaanse beleid van vraagstimulering over boord om vervolgens een restrictief budgettair en monetair beleid te gaan voeren. In onderstaand artikel wordt ingegaan op de ontwikkelingen in het Franse monetaire beleid sindsdien. Ter sprake zullen onder meer komen de werking van het geldmarktbeleid en de mogelijke conflicten tussen de interne en externe doelstelling van het monetaire beleid. Tenslotte wordt een bespiegeling gegeven van het Franse monetaire beleid in de jaren '90.

Monetaire doelstellingen

De grondslag voor het functioneren van de centrale bank van Frankrijk, Banque de France (BdF), wordt gevormd door 'Les Statuts de la Banque de France' van 3 januari 1973. De algemene taak van de BdF is vastgelegd in artikel 1 en 4 van deze statuten¹. Beide artikelen geven de verantwoordelijkheid van de BdF ten aanzien van het monetaire beleid weer, alsmede de verhouding van de BdF tot de regering. De BdF is hoedster van de geldeenheid en van de kredietverlening en fungeert als raadgeefster van de regering, die het economische en financiële beleid bepaalt. De BdF draagt bij aan de voorbereiding van het monetaire beleid en neemt deel aan de uitvoering ervan. De regering stelt, met medewerking van de *Conseil National du Cr dit* (CNC), het monetaire beleid vast. Hoewel de BdF volgens haar statuten slechts een beperkte autonomie ten opzichte van de regering bezit, bepaalt haar Gouverneur, in overleg met en met instemming van de Minister van Financi n, in Frankrijk in praktijk het monetaire beleid. Daarbij richt de Gouverneur zich op het handhaven van een stabiele waarde van de geldeenheid.

Hiertoe kan een onderscheid gemaakt worden tussen het stabiliseren van de *interne* waarde van de geldeenheid (prijspeil) en dat van de *externe* waarde van de geldeenheid (wisselkoers). Het interne aspect komt overeen met binnenlandse prijsstabiliteit². De BdF tracht dit te verwezenlijken door het beheersen van de groei van de geldhoeveelheid, in het bijzonder die van M2, op middellange termijn. Het externe aspect impliceert nominale-wisselkoersstabiliteit van de Franse franc (FF) binnen het wisselkoersmechanisme van het Europese Monetaire Stelsel (EMS). De BdF tracht dit door middel van haar geld- en valutamarktbeleid te realiseren op (zeer) korte termijn.

De Franse monetaire autoriteiten beschouwen het handhaven van nominale-wisselkoersstabiliteit van de FF ten opzichte van de Duitse Mark (DM) als het 'anker' van monetaire stabiliteit. Het stabiliseren van de nominale FF/DM-koers met behulp van het ecart tussen de Franse en Duitse geldmarktrente, aangevuld met valutamarktinterventies, fungeert sedert 1987 steeds meer als richtsnoer van het Franse monetaire beleid. Daarbij streeft de BdF ernaar om dit geldmarktrente-ecart door een geloofwaardig beleid structureel te verminderen.

Monetaire aggregaten

In de onderstaande tabel zijn de monetaire normen c.q. doelz nes weergegeven die de BdF sedert december 1977 aankondigt in het kader van haar geldhoeveelheidsbeleid. In die tabel zijn ook de realisaties weergegeven³.

Tabel 1 Monetaire normen en realisaties in de periode 1978-1990

Jaar	Normen/Doelz�nes			Realisaties		
	M2	M2R*	M3	M2	M2R*	M3
1978	12			12,2		
1979	11			14,4		
1980	11			9,8		
1981	10			11,4		
1982	12,5-13,5			11,5		
1983	9			10,2		
1984		5,5-6,5			7,6	
1985		4-6			6,9	
1986			3-5			4,5
1987	4-6		3-5	4,0		9,0
1988	4-6			3,7		
1989	4-6			4,5		
1990	3,5-5,5			-		

*M2R = M2 in handen van ingezetenen.

Bron: Banque de France, Compte Rendu 1989.



Dr S.C.W. Eijffinger

De auteur doceert Geld-, Krediet- en Bankwezen aan de Katholieke Universiteit Brabant te Tilburg en was gedurende de lente van 1990 Visiting Scholar bij de Banque de France te Parijs. Hij geeft in dit artikel zijn persoonlijke visie weer.

De BdF hanteert een tweetal motieven voor het gebruik van monetaire normen respectievelijk doelz nes voor de betreffende aggregaten⁴:

- de 'objectifs quantitatifs' fungeren als baken voor de vorming van inflatieverwachtingen door de economische subjecten. Een dergelijk aankondigingseffect is vooral belangrijk indien een lage inflatiegraad zich nog niet genesteld heeft in het geheugen van de subjecten;

- volgens de BdF is voor een grote open economie als Frankrijk een wisselkoersbeleid, gericht op een stabiele FF/DM-koers, alleen niet toereikend. De BdF ziet het geldhoeveelheidsbeleid als noodzakelijk vanwege haar eigen verantwoordelijkheid voor monetaire stabiliteit  n voor de 'z ne franc'. In dit verband volgt zij niet enkel de ontwikkeling van M2, maar ook die van M1, M3 en L, zij het dat hiervoor geen doelz nes worden gepubliceerd.

De keuze voor M2 als officiële doelvariabele is ingegeven door de eenvoud, duidelijkheid en beheersbaarheid van dit aggregaat. Immers, M2 is een bekend begrip bij het publiek en bestaat uit geen en vaste-rentedragende activa. Niettemin heeft de opkomst van nieuwe financiële instrumenten, zoals 'certificats de dépôts' (CD's), 'billets de trésorerie' (CP's), 'sociétés d'investissements à capital variable' (SICAV's), geleid tot een overheveling van liquiditeiten van M2 naar M3 en L, en daardoor tot een uitholling van M2 als doelvariabele. Dit blijkt uit het feit dat vanaf 1986 sprake is van een stijgende omloopsnelheid van M2, als gevolg van een toenemend rentebewustzijn bij het publiek, en van een dalende omloopsnelheid van M3. Een logisch uitvloeisel van deze overheveling was, dat de feitelijke M2-groei vanaf 1986 binnen de aangekondigde doelzone bleef, terwijl die voor de M3-groei in 1987 fors werd overschreden. Door de introductie van het '*plan d'épargne populaire*' (PEP) - een fiscaal aantrekkelijke regeling voor pensioensparen - in februari 1990 werden er recentelijk zeer omvangrijke bedragen onttrokken aan de '*comptes sur livret*' (spaartegoeden). Vanwege zijn lange-termijnkarakter is dit PEP niet opgenomen in M2, M3 en zelfs niet in L. Daardoor was er tijdens de eerste helft van 1990 sprake van een onderschrijding van de toch al lage doelzone voor de M2-groei. Aangezien de betekenis van de M2-doelzone ook door zo'n onderschrijding wordt aangetast, mag verwacht worden dat de monetaire autoriteiten in de nabije toekomst over zullen gaan tot een ruimer geldbegrip als doelvariabele. Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan een uitgebreid M3-begrip waarin alle liquiditeiten van ingezetenen begrepen zijn.

Twee kredietfaciliteiten

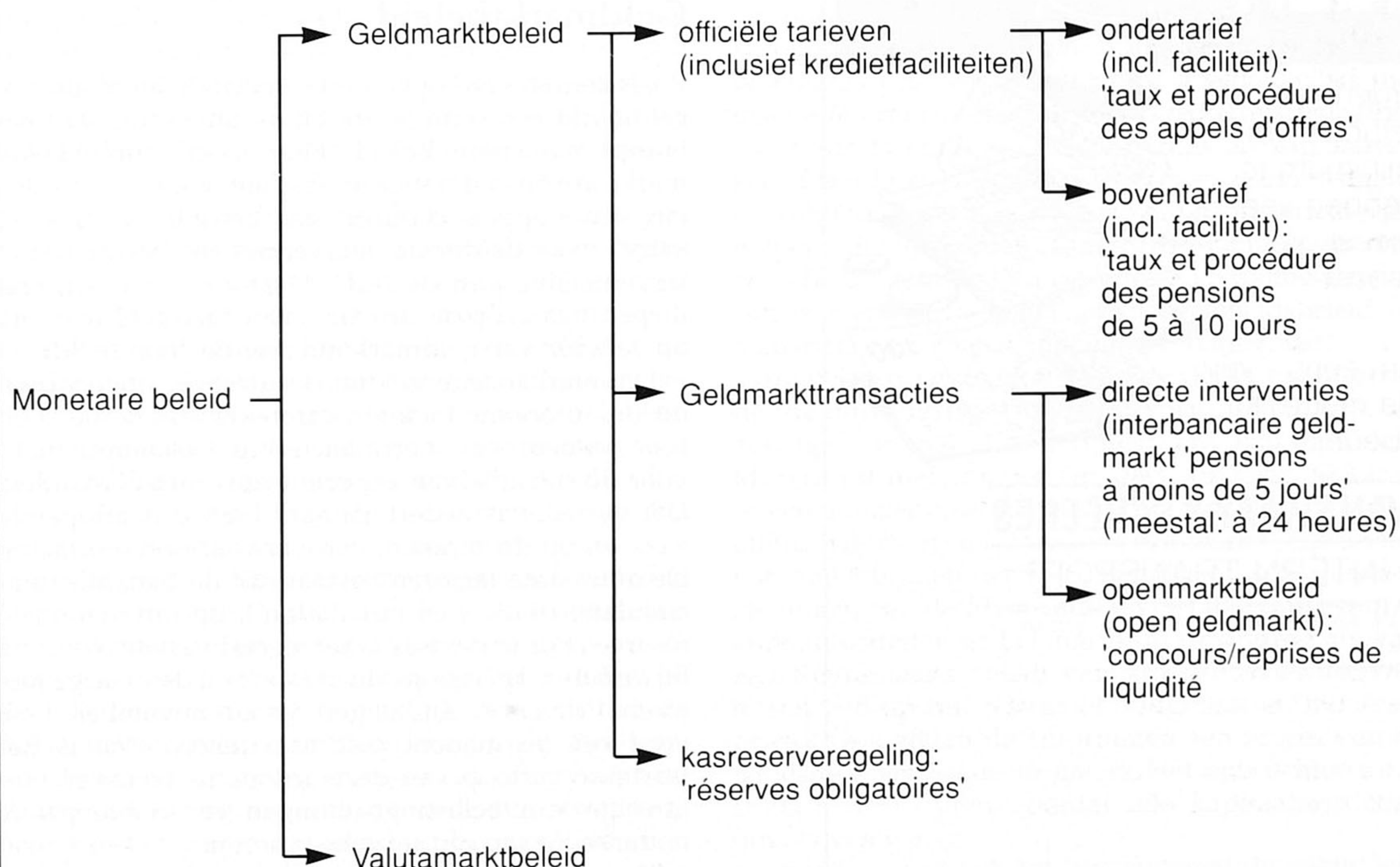
Het huidige monetaire instrumentarium van de BdF (zie tabel 2) kan onderverdeeld worden in het geldmarktbeleid en het valutamarktbeleid. De geldmarkt bestaat sinds het midden van de jaren '80 uit een interbancaire markt ('*marché interbancaire*') en uit een open geldmarkt ('*marché monétaire*'). Deze laatste is ook toegankelijk voor niet-financiële instellingen. Het geldmarktbeleid grijpt aan bij de interbancaire geldmarkt en beïnvloedt de kasliquiditeit van het Franse bankwezen. De valutamarktinterventies hebben niet alleen direct invloed op de valutamarkt, maar ook indirect op de interbancaire geldmarkt (ervan uitgaande dat de BdF deze niet steriliseert).

Het geldmarktbeleid bestaat uit een drietal componenten, te weten:

- een tweetal kredietfaciliteiten tegen de geldende officiële tarieven van de BdF;
- de geldmarkttransacties door de BdF tegen de vigerende geldmarkrente;
- de kasreserveregeling voor liquide activa, die de kasliquiditeit van de banken bindt.

De eerste kredietfaciliteit is de '*procédure des appels d'offres*'. Deze faciliteit wordt op initiatief van de BdF ter beschikking van de banken gesteld. De omvang hiervan wordt bepaald aan de hand van de verwachte geldmarktruimte met een looptijd tot drie weken. De banken schrijven elke tien dagen op deze faciliteit in, met schatkistpapier en ander geldmarktpapier als onderpand. De BdF bepaalt daarna zowel de toegestane omvang van het beroep, als het geldende tarief ('*taux des appels d'offres*'). Dat tarief fungeert als een 'harde' ondergrens voor de interbancaire geldmarktrente.

Tabel 2 Het monetaire instrumentarium in Frankrijk (vanaf december 1986)



De tweede kredietfaciliteit is de '*procédure des pensions de 5 à 10 jours*'. Hierbij ligt het initiatief bij de banken, die ook de looptijd - tussen 5 en 10 dagen - kiezen. Zij kunnen, met geldmarktpapier als onderpand, van deze faciliteit dagelijks gebruik maken. De BdF bepaalt alleen het tarief ('*taux des pensions de 5 à 10 jours*'), dat een 'zachte' bovengrens voor de interbancaire geldmarktrente vormt. Beide officiële tarieven - '*appels d'offres*' en '*pensions de 5 à 10 jours*' - zijn sedert eind 1986 altijd tegelijkertijd gewijzigd en kunnen te zamen gezien worden als de marge, van 0,5 tot 1% punt, waarbinnen de geldmarktrente zich meestal beweegt op langere termijn.

Overige monetaire instrumenten

Naast beide genoemde kredietfaciliteiten kan de BdF in bijzondere omstandigheden de interbancaire geldmarktrente beïnvloeden door directe interventies ('*pensions à moins de 5 jours*'; meestal: '*à 24 heures*'). Bovendien kan de BdF openmarktbeleid ('*concours/reprises de liquidité*') voeren om de geldmarktrente op (zeer) korte termijn te sturen. Deze beide soorten van geldmarkttransacties worden verricht tegen de vigerende geldmarktrente voor 'fine tuning' in de geldmarkt.

De directe interventies worden gehanteerd voor

verruiming van de interbancaire geldmarkt - die goed ontwikkeld is (volume: FF 100 à 150 mrd) - gedurende 1 à 2 dagen. Zij zijn zeer effectief bij het sturen van de geldmarktrente op korte termijn. Dit komt door het grote aandeel van de interbancaire geldmarkt in de totale geldmarkt. Het openmarktbeleid wordt gebruikt voor verkrapping ('*reprises*') van de open geldmarkt - die onderontwikkeld is (volume: FF 5 à 10 mrd) - door de verkoop van schatkistpapier ('*bons de Trésor*'). Ondanks een goede arbitrage tussen de interbancaire en de open geldmarkt is het openmarktbeleid niet effectief ten aanzien van de geldmarktrente. Dit wordt veroorzaakt door het geringe gewicht van de open geldmarkt in de totale geldmarkt.

Naast de officiële tarieven vervult de kasreserve-regeling ('*système des réserves obligatoires*') vanaf 1985 een belangrijke rol in het monetaire beleid. Aanvankelijk was de omvang van de renteloze verplichte kasreserves bij de BdF gerelateerd aan de netto kredietexpansie, dus aan de activazijde, van de banken. Sedert 1987 is deze echter gerelateerd aan het niveau van hun monetaire passiva. De BdF beoogt met de kasreserve-regeling drie functies na te streven, te weten:

- het bewerkstelligen van een permanent geldmarkttekort, zodat de officiële tarieven en de geldmarkttransacties voldoende effectief zullen blijven;
- het fungeren als een automatische rem op monetair expansie;
- het voorzien in een actief monetair instrument in het kader van het geldhoeveelheidsbeleid.

Vanaf oktober 1989 geldt voor girale tegoeden van ingezetenen een kasreservepercentage van 5,5% en voor spaartegoeden en termijndeposito's van ingezetenen een percentage van 3%. Hierbij kan opgemerkt worden, dat deze kasreservepercentages internationaal beschouwd aan de lage kant zijn⁵.

Geldmarktbeleid

Zoals eerder werd opgemerkt, speelt de interbancaire geldmarkt een centrale rol bij de uitvoering van het Franse monetaire beleid. Deze goed ontwikkelde markt vormt het aangrijpingspunt voor de officiële tarieven ('*appels d'offres*' en '*pension de 5 à 10 jours*'), voor de directe interventies en voor de kasreserve-regeling van de BdF⁶. Daarom zullen wij wat dieper ingaan op de structuur van deze geldmarkt en op de wijze van geldmarktinterventie door de BdF.

De interbancaire geldmarkttruimte is opgebouwd uit de autonome factoren ('*facteurs autonomes*') en een systeem van herfinanciering ('*escompte net*') voor de subsidie van exporten naar niet-EG-landen. Dat systeem is sedert januari 1986 een aflopende zaak en op dit moment een verwaarloosbare factor. De autonome factoren bestaan uit de bankbiljetten-circulatie ('*billets en circulation*'), de internationale reserves ('*or et devises*'), het tegoed van de overheid bij de BdF ('*opérations du Trésor*') en de overige factoren ('*divers*'). Zij zorgen vanaf november 1986 voor een permanent geldmarkttekort. Wel is het jaarlijkse verloop van deze autonome factoren, tengevolge van belastingbetalingen en -ontvangsten, onderhevig aan een seizoenspatroon.

Vervolgens wordt de uit de autonome factoren voortvloeiende kasliquiditeit van het bankwezen ge-

(advertentie)

VEILIG KASSAGELD VERKEER

Regelmatig afkomen van kassa's is dé methode om risico's tot een minimum te beperken. Wij hebben veel ervaring in de meest uiteenlopende buispost-installaties.

Informeer daarom eens - vrijblijvend - over de mogelijkheden voor uw bedrijf.



VAN SWAAY & SCHEERES

INTERN TRANSPORT

Van Swaay & Scheeres B.V. • Postbus 249 • 2501 CE Den Haag
Telefoon 070 - 3217 917 • Telex 32707 • Fax 070 - 3217 719

BON voor uitvoerige documentatie

Firma:

Adres:

PC + Plaats:

T.a.v.:

Zenden aan: Van Swaay & Scheeres B.V. • Antwoordnummer 1663 • 2500 VA Den Haag

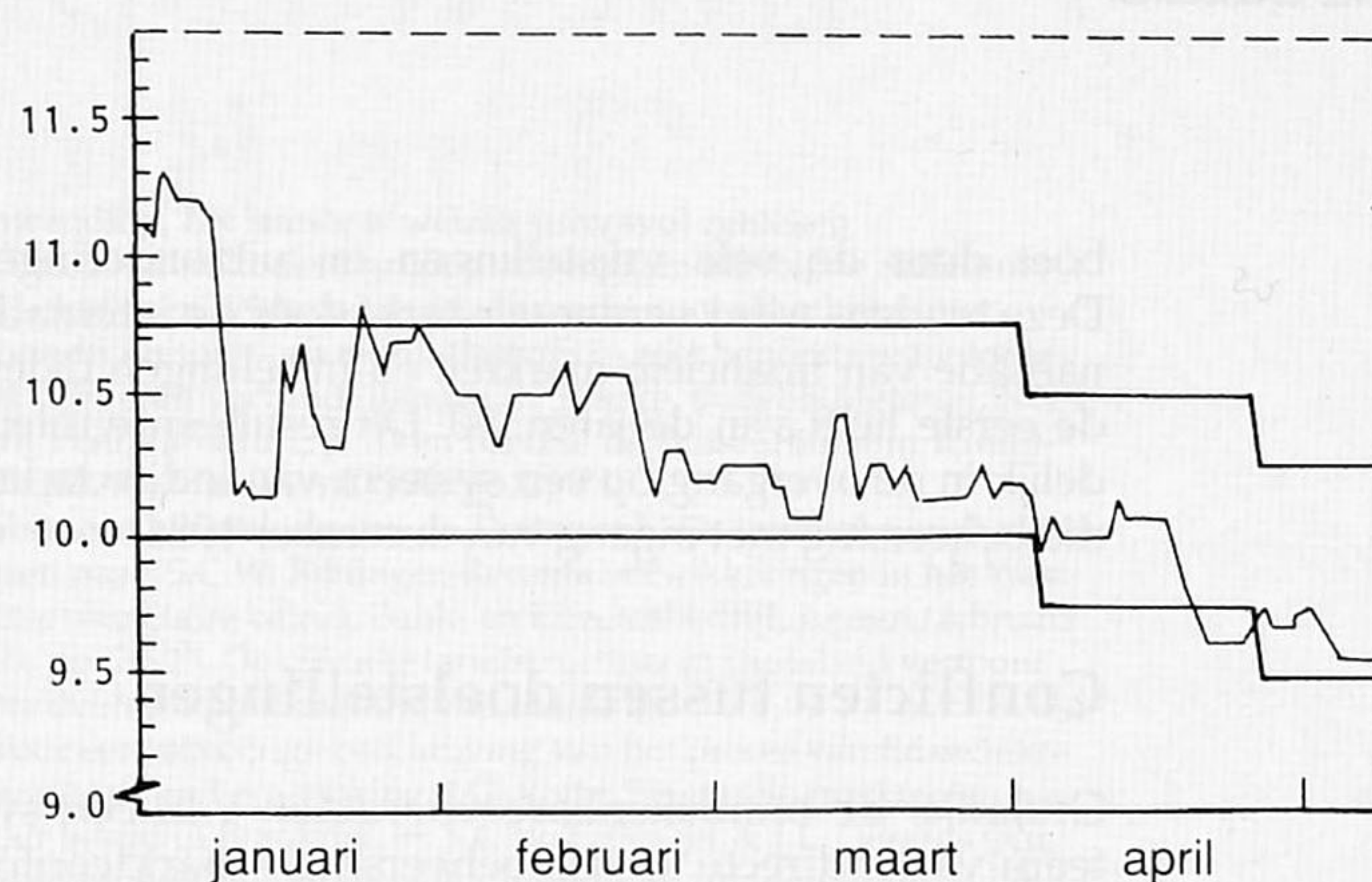
bonden door de aan de banken opgelegde kasreserveverplichtingen. De verplichte kasreserves zijn sedert november 1986 niet strikt noodzakelijk voor de creatie van een permanent geldmarkttekort. Zij hebben nadien dan ook geleid tot een vergroting van het geldmarkttekort. Hierdoor kon de BdF in het kader van haar externe doelstelling, vooral vanaf 1988, met officiële tarieven de geldmarkrente beter sturen. Daarnaast meende zij door middel van wijzigingen in de kasreservepercentages een actief beleid te voeren met betrekking tot haar interne doelstelling. Aangezien de Franse officiële tarieven vanwege de prioriteit van de externe doelstelling min of meer aan de Duitse officiële tarieven ('Diskontsatz' en 'Lombardsatz') zijn gekoppeld, heeft de BdF behoefte aan een aanvullend en liefst onafhankelijk monetair instrument dat op flexibele wijze voor de interne doelstelling ingezet kan worden⁷. Met de kasreserveverregeling beoogt de BdF deze vrijheid van handelen ten aanzien van haar interne doelstelling te creëren, zodat zij haar officiële tarieven louter kan aanwenden voor de externe doelstelling. Wij komen nog terug op de vraag in hoeverre zij hierin ook daadwerkelijk is geslaagd.

De officiële tarieven worden, ná raadpleging van de Minister van Financiën, bepaald door de Gouverneur. Deze tarieven vormen de bandbreedte waarbinnen de geldmarkrente op langere termijn fluctueert. Naast dit prijsbeleid op de geldmarkt zal de Gouverneur, in samenspraak met zijn 'Comité des Directeurs', op (zeer) korte termijn een hoeveelhedsbeleid op de geldmarkt voeren. Hij doet dat door het vaststellen van de omvang en de looptijd van de 'appels d'offres', van directe interventies en eventueel van het openmarktbeleid, waardoor er 'fine tuning' van de geldmarkrente plaatsvindt. Daarbij streeft men naar een zo gelijkmatig mogelijk verloop van de geldmarkrente (zie figuur 1).

In het geval van een rustige geldmarktsituatie zal de BdF alleen 'appels d'offres' toewijzen. Bij een onrustige geldmarktontwikkeling - vanwege valutatorust of eindigen van een kasreserveperiode - gaat de BdF in eerste instantie over tot directe interventies ('pensions à moins de 5 jours') en in uitzonderlijke omstandigheden tot openmarktbeleid ('reprises de liquidité'). Indien de geldmarkrente zodanig stijgt dat deze de 'taux des pension de 5 à 10 jours' bereikt, dan zal het bankwezen automatisch, in beginsel onbeperkt, beroep kunnen doen op de 'pensions de 5 à 10 jours'. Immers, het initiatief ligt in dit geval bij de banken en de BdF laat de correctie aan de markt over. Meestal zal de overschrijding van het boventarief tijdelijk, enige dagen tot weken, blijken te zijn. Bij een overschrijding van structurele aard zal de BdF uiteindelijk genoodzaakt zijn om de 'taux des pension de 5 à 10 jours' te verhogen. Er kan dus gesproken worden van een 'zachte' bovengrens.

Als de geldmarkrente daarentegen daalt beneden de 'taux des appels d'offres', kan het bankwezen niet automatisch en onbeperkt beroep doen op de 'appels d'offres'. Bij die faciliteit ligt het initiatief bij de BdF zelf. Een onderschrijding betekent dat de BdF ingrijpen niet nodig heeft geacht. Zij kan daarom slechts zeer tijdelijk, enige dagen, voortduren op straffe van een ondermijning van de geloofwaardigheid van het geldmarktbeleid. In het geval van een langdurige onderschrijding kan de BdF kiezen voor ofwel het verkleinen van het toegestane beroep op

Figuur 1 De officiële tarieven* en de daggeldrente** (1990)



- * boventarief: taux et procédure des pension de 5 à 10 jours.
- ondertarief: taux et procédure des appels d'offres.
- ** taux du jour le jour.

Bron: Banque de France, Direction Générale du Crédit.

de 'appels d'offres', danwel voor het verlagen van de 'taux des appels d'offres'.

Vanwege de vaak onvoorspelbare ontwikkeling van de autonome factoren op de geldmarkt, stelt de BdF zich de laatste jaren steeds terughoudender op bij het beïnvloeden van de geldmarkrente binnen de marge van de beide officiële tarieven. Een uitzondering hierop vormt het einde van een kasreserveperiode, waarin de banken meestal weinig manoeuvreerruimte hebben wat betreft hun liquiditeitspositie.

Trendbreuk in beleid

Tot 1981 deden zich nauwelijks conflicten voor tussen de interne en externe doelstelling (prijs- respectievelijk wisselkoersstabiliteit) van het monetair beleid. De oorzaak van deze tamelijk comfortabele positie van de BdF was gelegen in het feit dat zij toentertijd beschikte over twee aanvullende, onafhankelijke monetair instrumenten: de directe kredietrestrictie ('encadrement du crédit') en de restricties op kapitaalverkeer. Daardoor was de BdF toen in staat om het geld- en valutamarktbeleid, door de kapitaalrestricties geholpen, in te zetten voor het handhaven van wisselkoersstabiliteit en de directe kredietbeheersing aan te wenden voor het geldhoeveelhedsbeleid ter realisering van zo laag mogelijke inflatiegraad.

In 1981 en latere jaren konden de kapitaalrestricties de omvangrijke kapitaaluitvoer uit Frankrijk ten gevolge van het stimuleringsbeleid van President Mitterrand niet stoppen. In 1981, 1982 en 1983 trad er een aanzienlijke verslechtering van de Franse betalingsbalans op en daardoor een sterke depreciatie van de FF binnen het EMS. Een drietal spilkoersherzieningen van de FF vormden voor de Franse monetair autoriteiten de belangrijkste aanleiding om van een Keynesiaans beleid van vraagstimulering over te stappen op een restrictief budgettair en monetair beleid. Ook zetten de autoriteiten een proces van financiële liberalisatie in gang⁸. Het zou echter tot 1 januari 1990 duren voordat alle kapitaalrestricties opgeheven waren.

Daarnaast had ook het 'encadrement du crédit' aan het einde van de jaren '70 aan effectiviteit nogal inge-

boet door de vele vrijstellingen en uitzonderingen. Deze tendens werd verder versterkt door de internationalisatie van financiële markten en instellingen tijdens de eerste helft van de jaren '80. Dit resulteerde uiteindelijk in de overgang op een systeem van indirecte kredietbeheersing met ingang van december 1986.

Conflicten tussen doelstellingen

Ondanks de onmiskenbare voordelen van een systeem van indirecte kredietbeheersing - marktconformiteit en flexibiliteit - bevordert zo'n systeem de kans op een conflict tussen de interne en externe doelstelling. Immers, aangezien de monetaire instrumenten bij dit systeem hun invloed via de (interbancaire) geldmarkt uitoefenen, zullen zij elkaar in hun werking overlappen⁹.

Niettemin heeft de BdF gemeend de kasreservepercentages vanaf begin 1987 structureel verhoogd. Dit leidde tot een toename van het structurele geldmarkttekort. Daarmee versterkte de BdF haar greep op de geldmarkt hetgeen de effectiviteit van de officiële tarieven positief beïnvloedde. Anderzijds meende de BdF zo de beschikking te krijgen over een aanvullend, actief monetair instrument: het wijzigen en differentiëren van de kasreservepercentages voor de verschillende monetaire passiva. Hierbij gaat de BdF ervan uit dat de kasreserveverregeling, vanwege haar invloed op de debet- en credittarieven van het bankwezen, als min of meer onafhankelijk van de officiële tarieven beschouwd kan worden.

Deze (vermeende) onafhankelijkheid impliceert de volgende taakverdeling voor de beide monetaire instrumenten. Volgens de BdF dienen de officiële tarieven, aangevuld met geldmarkttransacties, uitsluitend aangewend te worden voor het handhaven van nominale-wisselkoersstabiliteit van de FF, met name ten opzichte van de DM. Daarnaast wenst de BdF de kasreserveverregeling, voorzover nodig, in te zetten voor het beperken van de kredietexpansie en derhalve van de inflatiegraad in Frankrijk. Hierdoor meent de BdF de kans op een conflict tussen de interne en externe doelstelling te verminderen.

Tot nu toe heeft een echt dilemma tussen beide doelstellingen van het monetaire beleid zich nog niet voorgedaan. Dit is te danken aan het feit dat de economische groei en inflatiegraad in Frankrijk in de tweede helft van de jaren '80 vrijwel steeds boven die in Duitsland gelegen hebben en dus sprake was van een omvangrijk tekort op de Franse lopende rekening en derhalve van neerwaartse druk op de FF¹⁰. Zowel de interne, als van de externe doelstelling vereiste in die jaren zodoende een restrictief monetair beleid: een structurele verhoging van zowel de officiële tarieven als de kasreservepercentages. Dat resulteerde in een reductie van de geldgroei (zie tabel 1) en in een appreciatie van de FF. Hierbij werd de BdF geholpen door de gematigde loonontwikkeling in Frankrijk tijdens die periode, vooral ten opzichte van die in Duitsland.

De BdF is zich er terdege van bewust dat de interne en externe doelstelling op lange termijn weliswaar in elkaars verlengde liggen, maar op korte termijn kunnen conflicteren ten gevolge van binnenlandse en buitenlandse verstoringen. Dit verklaart waarom de BdF enige malen heeft geëxperimenteerd met een

contraire toepassing van de beide gedeeltelijk onafhankelijk geachte monetaire instrumenten. In juni 1987 werden de tarieven voor de 'appels d'offres' en 'pensions de 5 à 10 jours' met 1/4% punt verlaagd, terwijl het kasreservepercentage voor termijndeposito's in juli 1987 met 1% punt werd verhoogd. Vervolgens heeft de BdF in mei 1988 eveneens de beide officiële tarieven met 1/4% punt verminderd, maar in juni 1988 de kasreservepercentages voor spaartegoeden en termijndeposito's opgeschroefd met 1,5 respectievelijk 0,5% punt. In beide gevallen wilde de BdF aan de banken kenbaar maken dat zij de debetrentes niet verlaagd, en de kredietexpansie niet uitgebreid wilde zien. Deze 'policy mix' had niet alleen een verlaging van de geldmarktrente, maar ook van de debetrentes tot gevolg¹¹. Dit doet vermoeden dat in geval van een echt dilemma tussen interne en externe doelstelling de officiële tarieven en de kasreserveverregeling de toets van (gedeeltelijke) onafhankelijkheid niet zullen doorstaan. Zelfs beduidend hogere kasreservepercentages zullen naar ons oordeel ontoereikend zijn om een forse kredietexpansie en geldgroei af te remmen. De BdF zal dan gedwongen worden om haar officiële tarieven te verhogen, hetgeen zal leiden tot een, binnen het EMS wellicht ongewenste, appreciatie van de FF.

Het toekomstige monetaire beleid

Tenslotte zullen wij ingaan op de mogelijke evolutie van het Franse monetaire beleid in het begin van de jaren '90. Vanzelfsprekend zijn de toekomstige ontwikkelingen in het monetaire beleid sterk geconditioneerd door de voortgang van de economische en monetaire integratie in Europa¹². Met de inwerkingtreding per 1 juli 1990 van fase 1 naar een Economische en Monetaire Unie (EMU) volgens het rapport-Delors, heeft de BdF zich verplicht tot een versterkte ex ante coördinatie van het wisselkoers- en geldhoeveelheidsbeleid binnen het Comité van Centrale-Bankpresidenten. Wat zal dit in concreto betekenen voor de monetaire doelstellingen, aggregaten en instrumenten van de BdF in de nabije en wellicht verre toekomst?

Allereerst kan ten aanzien van de toekomstige monetaire doelstellingen van de BdF het volgende opgemerkt worden. In de tweede helft van de jaren '80 had de externe doelstelling in Frankrijk het meeste gewicht bij het monetaire beleid. Deze is in praktijk het stabiliseren van de FF/DM-koers en het terugbrengen van het ecart tussen de Franse en de Duitse geldmarktrente. Naar ons oordeel zal de afruil ('trade off') tussen interne en externe doelstelling zich in Frankrijk wijzigen tengevolge van een structurele verbetering van de binnenlandse economische en monetaire omstandigheden. Hierbij kan in het bijzonder gedacht worden aan het afnemend tekort op de Franse lopende rekening en aan de toenemende convergentie van de Franse en Duitse inflatiegraad (CPI). Naar verwachting zal het inflatieverschil in 1991 omslaan ten faveure van Frankrijk. Deze gunstige ontwikkelingen impliceren dat er voor de BdF meer speelruimte ontstaat voor het beheersen van de (binnenlandse) geldgroei binnen het raamwerk van het Comité van Centrale-Bankpresidenten. Immers, het nastreven van de interne doelstelling, prijsstabiliteit, bevordert op (middel)lange termijn de verwezenlijking van de externe doelstel-

ling. Niettemin dient vastgesteld te worden dat de doelstelling van prijsstabiliteit nog niet expliciet in 'Les Statuts de la Banque de France' opgenomen is.

Vervolgens mag er verwacht worden dat de BdF spoedig, wellicht vanaf 1991, zal overgaan op een doelzone voor de groei van een geherdefinieerd M3-begrip. Daarin zullen zijn opgenomen: valutategoeden van ingezetenen, SICAV's, CD's en schatkistpapier. Een dergelijke herdefiniering zal passen in de algemene tendens naar de beheersing van ruime monetaire aggregaten in Europa en daarbuiten. Daarbij verdient het naar onze mening aanbeveling om zo'n ruime doelvariabele niet op korte, maar op middellange termijn te beheersen om over- en onderschijdingen van de doelzone zo veel mogelijk door de marktkrachten zelf te laten corrigeren.

Tenslotte is er in Europees verband op dit moment een duidelijke trend naar marktconforme monetaire instrumenten waarneembaar. Dit kan vooral verklaard worden door de liberalisatie en integratie van de financiële markten in Europa. Uiteindelijk zal dit betekenen dat het monetaire instrumentarium van de centrale banken beperkter en wellicht minder effectief zal worden. Voor de BdF en andere Europese centrale banken zullen alleen de officiële tarieven en de geldmarkttransacties als actieve instrumenten overblijven. Daarentegen zal de kasreserveregeling, ook in Frankrijk, steeds meer het karakter van een passief, structureel instrument krijgen in de zin van een automatische rem op monetaire expansie ten gevolge van haar geringe effectiviteit op korte termijn. Het is de paradox van het monetaire beleid, dat de monetaire instrumenten steeds minder invloed op de financiële markten hebben in een tijd waarin deze instrumenten juist zo nodig zijn vanwege het belang van het monetaire beleid in het algemeen. ♦

Voetnoten

1. Art. 1. 'La Banque de France est l'institution qui, dans le cadre de la politique économique et financière de la nation, reçoit de l'Etat la mission générale de veiller sur la monnaie et le crédit. A ce titre, elle veille au bon fonctionnement du système bancaire ...'.

Art. 4. 'La Banque de France est habilitée à donner des avis sur toutes questions relatives à la monnaie. Elle contribue à la préparation et participe à la mise en oeuvre de la politique monétaire arrêtée par le Gouvernement et, avec le concours, dans le cadre de sa compétence, du Conseil National du Crédit ...'.

De statuten zijn opgenomen in: Banque de France, la Banque de France et la Monnaie, 4e druk, Parijs, 1986, pp.149-157. Voor een bespreking van de onafhankelijkheid van de centrale bank wordt verwezen naar: W. Eizenga, The Banque de France and Monetary Policy, SUERF Papers on Monetary Policy and Financial Systems No. 8, Tilburg, 1990.

2. De potentiële inflatiegraad wordt afgemeten aan de hand van sommige indicatoren, zoals de bezettingsgraad, de openstaande orders bij bedrijven, etc. Op grond van een verfijnde voorspelmethode meent men in een vroegtijdig stadium toenemende inflatoire spanning te kunnen onderkennen.

3. De monetaire aggregaten zijn aldus samengesteld:

M1 = chartaal geld + girale tegoeden (in eigen valuta);

M2 = M1 + direct opvraagbare spaartegoeden;

M2R = M2 in handen van ingezetenen;

M3 = M2 + vreemde valutategoeden + termijndeposito's + geldmarktkpapier uitgegeven door banken (incl. CD's);

L = M3 + contractuele besparingen + schatkistpapier + geldmarktpapier uitgegeven door niet-banken (CP's).

4. Zie eveneens: J.P. Patat, Monnaie, institutions financières et politique monétaire, 4e druk, Economica, Parijs, 1987, pp. 299 - 308.

5. Zie tevens: P.L.C. Hilbers, J.G. Rotte & A.A. van der Werff, De Nederlandse monetaire kasreserveregeling in Europees perspectief, Bank- en Effectenbedrijf, januari/februari 1990, pp. 36-41. In Frankrijk streefde men niet alleen een structurele aanwending van de kasreserveregeling na - zoals in Duitsland -, maar ook een actieve

aanwending. Dit laatste is weinig succesvol gebleken.

6. Het openmarktbeleid grijpt daarentegen aan bij de onderontwikkelde open geldmarkt - d.i. de markt voor schatkistpapier ('bons du Trésor') - en wordt daarom in zeer beperkte mate toegepast. Zie in dit verband: Banque de France, Bulletin Mensuel, No. 4, Avril 1990, Tableau 1, p. 33 en Banque de France, Bulletin Trimestriel, No. 74, Mars-Avril 1990, pp. 23-24.

7. Voor een bespreking van de Duitse officiële tarieven wordt verwezen naar: S.C.W. Eijffinger, Recente ontwikkelingen in het West-Duitse monetaire beleid, Bank- en Effectenbedrijf, januari/februari 1989, pp. 20-25. De officiële tariefstructuur in Duitsland vertoont grote overeenkomst met die van Frankrijk.

8. Voor een uitvoerige beschrijving van het proces van financiële liberalisatie en vernieuwing: J.G. Rotte, Financiële markten en monetair beleid in Frankrijk, in: S.C.W. Eijffinger & J.L. Gerards (red.), Financiële markten en monetair beleid - Ervaringen in zeven landen, NIBE, Amsterdam, 1990, pp. 105-123.

9. Voor een monetair-politieke beschouwing van mogelijke conflicten tussen interne en externe doelstelling: S.C.W. Eijffinger & J.L. Gerards, Financiële markten en monetair beleid: een inleiding, in: S.C.W. Eijffinger & J.L. Gerards (red.), Financiële markten en monetair beleid - Ervaringen in zeven landen, NIBE, Amsterdam, 1990, pp. 9-19.

10. Het tekort op de Franse lopende rekening bedroeg in 1987, 1988 en 1989 achtereenvolgens \$ 4,4, 3,5 en 3,9 mrd, terwijl het overschot op de Duitse lopende rekening respectievelijk \$ 46, 1, 50, 5 en 55,5 mrd was.

11. Tevens beïnvloedt de kasreserveregeling alleen het binnenlandse bedrijf van het bankwezen en niet hun buitenlandse bedrijf. De banken zullen derhalve aangespoord worden hun activiteiten naar het buitenland te verplaatsen. Daarenboven wordt de werking van de kasreserveregeling verder ondermijnd door de toegenomen desintermediatie (bijv. CP's) in Frankrijk.

12. Een uitstekende analyse aangaande het monetaire beleid in geval van economische en monetaire integratie wordt gegeven door: R. Raymond, The Conduct of Monetary Policy within a Monetary Zone, in: E. Baltensperger & H.W. Sinn (ed.), Exchange Rate Regimes and Currency Union, MacMillan Publishers, London, 1990.

(advertentie)

hobaho

Veilingbedrijf (klokveiling en bemiddelingsbureau van bloembollen, -knollen en vaste planten)
Haven 10, Postbus 6, 2160 AA Lisse tel. 02521-34777

Hobaho b.v. is een vooraanstaand veilingbedrijf, gevestigd in het hart van de Bloembollenstreek met ruim 100 medewerkers, waarvan er 50 zich als commercieel medewerker toeleggen op het veilen van en bemiddelen in voornamelijk bloembollen en vaste planten. Relaties zijn de bloembollen- en vaste planten-teeltbedrijven in Nederland en hun afnemers (export- en bloemisterijbedrijven).

Voor de afdeling FINANCIEEL RELATIEBEHEER zoeken wij een

FINANCIEEL RELATIEBEHEERDER (m/v)

De afdeling Financieel Relatiebeheer houdt zich bezig met de financiële afwikkeling van de aan- en verkoopposities van onze relaties. In een klein team wordt volledig zelfstandig gewerkt. Door het werk komt men veelvuldig in contact met de Hobaho-relaties.

Wij komen gaarne in contact met kandidaten met:

- een opleiding op SPD-niveau. Daarnaast strekt de NIBE-opleiding Kredieten 1 en 2 tot aanbeveling.
- enige bekendheid met geautomatiseerde administraties.
- in verband met de externe contacten: goede communicatieve vaardigheden in zowel woord als geschrift.
- ervaring op het gebied van de kredietverlening in de banksector en betrokkenheid met de agrarische sector.
- leeftijd 30-40 jaar.

Nadere inlichtingen kunnen worden verstrekt door de heer P.A.T. Kortekaas, tel. (02521) 3 47 01.

Uw schriftelijke sollicitaties kunt u richten aan:
Hobaho b.v., Postbus 6, 2160 AA Lisse
t.a.v. de heer P.A.T. Kortekaas.